

# NOI SERVICII FINANCIARE ÎNTR-O NOUĂ ECONOMIE: ROLUL CAPITALULUI DE RISC ÎNTR-O SOCIETATE BAZATĂ PE CUNOAȘTERE

(Newservices in a new economy: the role of venture capital in a knowledge based society)

Lector dr. Radu Mușetescu

Academia de Studii Economice din București  
radu.mușetescu@rei.ase.ro

## Rezumat

Prezentul articol argumentează că dezvoltarea unei societăți bazate pe cunoaștere afectează, în mod semnificativ, și rolul jucat de către industria financiară în cadrul economiei, serviciile oferite de către instituțiile financiare tradiționale - în speță banca comercială și bursa de valori -, fiind supuse unor provocări majore. În acest context, un alt tip de intermediar financiar - fondul de capital de risc -, cunoaște o dezvoltare explozivă, fiind direct corelat cu proliferarea noului sistem economic. Dezvoltarea fondurilor de capital de risc nu va determina dispariția surselor tradiționale de finanțare, însă acest tip de intermediar financiar „umple un gol” existent în cadrul sistemului financiar, dezvoltat în această formă în perioada revoluției industriale. Maturizarea industriei de capital de risc este echivalentul din industria financiară al proliferării societății bazate pe cunoaștere.

**Cuvinte cheie** ● capital de risc ● inovație ● cunoaștere ● societatea bazată pe cunoaștere.

## Abstract

The present article argues that the development of a knowledge based society has a powerful impact in the role played by the financial sector in an economy as the services supplied by the traditional financial institutions - the commercial bank and the stock exchange - are seriously challenged by the present reality. In such a context, a new type of financial intermediary - the venture capital fund - knows an explosive growth, being directly linked to the proliferation of the new type of economic system. The development of the venture capital funds will not cause the disappearance of the traditional financing sources as this new financial actor „fills a gap” in the financial system, which is developed in the present day form during the Industrial Age. The maturation of the venture capital industry is the financial equivalent of the proliferation of the knowledge based society.

**Keywords** ● eventure capital ● innovation ● knowledge ● knowledge based society

## Introducere

Economia bazată pe cunoaștere este acel sistem economic în care definirea avantajului competitiv la nivel organizațional, regional, sectorial sau național se bazează pe cunoaștere (1). Aceasta poate lua forma drepturilor de proprietate intelectuală (atunci când aceasta este explicită) și a competențelor (așa-numitul know-how, atunci când aceasta este implicită). Diferența dintre cele două forme de cunoaștere este dată de posibilitatea de articulare a ei, așa cum a explicat Michael Polanyi [10]. Perspectiva bazată pe cunoaștere, în teoria firmei, a dezvoltat pe larg rolul critic jucat de către cunoaștere în acest sens [2] - [9]. Impactul acestor dezvoltări asupra economiei în particular și societății umane în general este complex, de la natura relațiilor sociale, a valorilor culturale și organizaționale până la eficiența alocării

resurselor în economie și ciclicitatea acesteia.

### 1. „Epoca inovației ieftine a trecut“

Dacă cunoașterea joacă un rol central în cadrul economiei bazate pe cunoaștere, analiza procesului inovativ - care are ca rezultat generarea de cunoaștere -, devine critică. După cum afirma John Galbraith, „epoca inovației ieftine a trecut“, astfel că ușurința inovatorilor de a accesa capitalul joacă un rol fundamental în acest proces. Dacă marile companii globale sunt cele care mobilizează și canalizează cea mai mare parte a resurselor necesare procesului inovativ prin activitatea de cercetare și dezvoltare (2), un rol extrem de important este jucat și de către întreprinderile mici și mijlocii. Companiile tinere și intensive în cunoaștere (așa-numitele start-up-uri), au un rol disproporționat de mare în generarea de inovație în raport cu resursele pe care le au la dispoziție. Factorii care stau la baza eficienței crescute a start-up-urilor, prin comparație cu marile corporații, este larg dezbătut în literatura economică. În acest context, se pot aminti argumente precum spiritul antreprenorial, cultura organizațională, posibilitatea calculului economic și existența unor mecanisme motivaționale mai eficiente în organizațiile de mici dimensiuni, ș.a.m.d.

Inovația determină numeroase provocări la adresa actorilor economici, fie ei inovatori, întreprinzători, deținători de capital sau decidenți publici. După cum remarcă George Akerlof [1], informația (și, prin extrapolare, inovația) este caracterizată printr-o puternică asimetrie informațională între cel care o deține (inovatorul) și celelalte categorii de actori economici, printre care și instituțiile financiare. Această asimetrie informațională poate genera ușor un comportament oportunist din partea inovatorului (care poate supralicita deliberat valoarea informației față de terți) și poate determina, în spiritul argumentației teoriei costurilor de

tranzacționare, un „eșec al pieței“ [14]. În cazul nostru, ar fi vorba de un eșec al pieței financiare în măsura în care deținătorii de capital, neputând evalua valoarea inovațiilor, nu vor pune la dispoziția inovatorilor capitalul necesar pentru continuarea procesului inovativ sau, poate mai important pentru societate în ansamblul său, pentru întruparea acestor inovații în noi tehnologii și în noi produse destinate consumatorilor.

Acest „eșec“ al pieței financiare poartă denumirea de „decalaj de finanțare“ (engl. „financing gap“), constând în inabilitatea firmelor tinere și inovative, intensive în cunoaștere, de a obține acces la finanțare din partea instituțiilor financiare tradiționale, precum banca comercială și investitorii de pe piața de capital. Esența activității de creditare pentru băncile comerciale este existența unor active „de calitate“, lichide, care să poată juca rolul de colateral, precum și a unor fluxuri de numerar ușor de anticipat. Pe de altă parte, bursele de valori pot fi, de asemenea, accesate doar de către companii cu afaceri „confirmate“, care pot fi calificate deja drept succese.

Ceea ce individualizează astfel inovația, în aceeași măsura ca și asimetria informațională, este riscul economic fundamental. Chiar dacă orice inovație generează cunoaștere, interesul economic - al întreprinzătorilor, instituțiilor financiare sau autorităților publice și, de ce nu, chiar al inovatorilor înșiși -, este orientat către acea cunoaștere utilă din punct de vedere comercial. Respectiv acea cunoaștere care va fi transformată, mai devreme sau mai târziu, în produse sau servicii care sunt cumpărate de către consumatori într-o măsură îndeajuns de mare pentru a genera afaceri profitabile. Nu orice inovație, chiar revoluționară și de o valoare reală pe termen lung, poate genera un succes comercial pe termen scurt și mediu. Iar acest adevăr este cunoscut mai ales de către companiile tinere, a căror supraviețuire pe termen scurt depinde de abilitatea de a finaliza procesul inovativ

(respectiv obținerea unor drepturi de proprietate intelectuală protejate de către autoritățile publice) și de a-și continua existența până la lansarea unui produs viabil care să poată genera atât de mult doritele fluxuri de numerar.

## 2. Capitalul de risc și rolul său în economia bazată pe cunoaștere

Capitalul de risc „umple tocmai acest gol” lăsat de către instituțiile financiare tradiționale, atât deliberat, datorită puternicei asimetrii informaționale existente, cât și involuntar, datorită reglementărilor publice care au însoțit dezvoltarea sectorului financiar în mod tradițional [4]. Dacă am văzut lipsa motivațiilor din cauza puternicei asimetrii informaționale, există și alte tipuri de factori. Băncilor comerciale le-a fost interzis în mod tradițional - cel puțin în SUA - deținerea de participații directe în companii, ele având abilitatea doar de a acorda credite. În cazul investitorilor instituționali tradiționali (fondurile de pensii, societățile de asigurări, etc.), aceștia au fost în esență împiedicați să opereze în această zonă de către autoritățile publice în dorința lor de a proteja micul investitor. Riscul major specific investiției în companii inovatoare a determinat autoritățile de reglementare a piețelor de capital să interzică acestor intermediari financiari să își asume riscuri în afara celor specifice piețelor reglementate public.

Aceste trăsături care au caracterizat sectorul financiar în mod tradițional au fost depășite însă de apariția și dezvoltarea unui nou tip de intermediar financiar, fondul de capital de risc. Acest operator investește, spre deosebire de fondurile mutuale de pe piețele reglementate public, în companii mici și private (cele înființate de inovatori cu propriile resurse). Spre deosebire de băncile comerciale, participațiile la fondurile de capital de risc iau în principal forma acțiunilor comune sau a produselor financiare hibride, care conferă

însă drepturi de control. În momentul în care aceste companii tinere cunosc succesul comercial și se maturizează, creșterea lor în continuare nu mai poate fi asigurată decât de resursele oferite de către piețele reglementate public, moment în care fondurile de capital de risc se retrag.

Spre deosebire însă de instituțiile financiare tradiționale amintite, aportul fondurilor de capital de risc nu ia forma exclusivă a investițiilor financiare. Deși capitalul pus la dispoziția inovatorilor de către aceste instituții joacă un rol major, aportul specific al fondurilor de capital de risc depășește latura financiară [13]. O primă motivație în acest sens este încercarea de a monitoriza mai îndeaproape comportamentul întreprinzătorilor, respectiv al inovatorilor. Deoarece contractele financiare nu pot fi decât incomplete în această perioadă de existență a afacerii, fondurile de capital de risc sunt prezente direct în guvernarea acestor companii private prin deținerea unor locuri cheie în Consiliile lor de Administrație. Astfel, reprezentanții FCR pot bloca anumite decizii ale întreprinzătorilor și chiar, în caz extrem, pot lua inițiativa înlocuirii fondatorilor afacerii din pozițiile manageriale. Regula de fier în acest sens este că „cu cât afacerea are probleme mai mari, cu atât fondurile de capital de risc își vor asuma un rol mai mare în guvernare”. Cu cât afacerea cunoaște un succes mai mare, cu atât acești reprezentanți vor avea un rol pasiv.

Un caz celebru este compania Microsoft care, deși a beneficiat de aportul fondurilor de capital de risc, datorită succesului imediat și semnificativ al inovațiilor sale a reușit să își finanțeze creșterea prin propriile încasări. Aceste FCR nu au jucat un rol semnificativ în guvernarea acestei companii. Pe de altă parte, în cazul companiei Apple Computers, dificultățile financiare și de strategie care au urmat perioadei inițiale au determinat înlocuirea de către fondurile de capital de risc a fondatorului afacerii, Steve Jobs, cu John Sculley, un specialist în marketing de la

compania Coca Cola (3). Pe lângă influențarea controlului direct în aceste companii, participarea fondurilor de capital de risc se individualizează și prin așa-numita finanțare în trepte (engl. „stage financing”). În scopul eliminării comportamentului oportunist, fondurile de capital de risc nu avansează întregul capital necesar succesului afacerii din primul moment, ci corelează implicarea mai puternică de atingerea unor obiective intermediare de către întreprinzător (precum obținerea unui patent, dezvoltarea conceptului de produs, reușita producției pilot, lansarea cu succes a primului produs sau atingerea unei anumite cifre de afaceri).

Dacă acest impact asupra controlului companiilor în care este prezent capitalul de risc este poate cel mai vizibil aspect al participării acestor intermediari financiari, literatura de specialitate a subliniat însă faptul că valoarea adăugată reală creată de către aceștia stă mai puțin în activitatea de monitorizare cât în cea de servicii de consultanță și suport pentru activitatea operațională a întreprinzătorilor. Dacă cea mai mare part a inovatorilor excelează în cunoașterea aplicată, ei nu dispun de competențe manageriale, de marketing, de relații de afaceri, etc. Dincolo de rolul critic jucat de către capitalul adus ca aport de către aceste fonduri, suportul în ceea ce privește formularea unei strategii coerente și menținerea concentrării atenției manageriale asupra succesului comercial reprezintă un câștig major pentru aceste companii. Succesul inițial îi poate determina pe fondatorii afacerii să se implice prea repede în prea multe proiecte, risipind de multe ori primele resurse generate de către companie.

Companiile tinere de succes cunosc, de asemenea, rate extrem de ridicate de creștere, atât a cifrei de afaceri cât și a dimensiunilor organizaționale. Trecerea de la o organizație mică, în care legăturile dintre membrii echipei fondatoare sunt personale, la o organizație de mari dimensiuni, în care gestiunea resurselor umane trebuie să fie profesionalizată reprezintă o

provocare pentru mulți întreprinzători [7]. Fondurile de capital de risc au un aport major în acest sens, ele având o politică coerentă de a atrage în cadrul companiilor în care investesc nu numai manageri la vârf dar chiar personal operațional, care este critic pentru succesul afacerii [6].

Pe de altă parte, conform diferitelor studii, cele mai de succes fonduri de capital de risc sunt cele care sunt demarate de către indivizi cu experiență operațională într-o anumită industrie, de regulă foști manageri sau chiar foști inovatori [12]. Aceștia sunt cei care determină o specializare îngustă a fondurilor de capital de risc pe anumite sectoare sau chiar subsectoare de activitate. Deși teoria financiară susține că reducerea riscului de investire se realizează prin diversificarea necorelată a investițiilor, puternicele asimetrii informaționale existente în activitatea companiilor tinere obligă la o concentrare a investițiilor FCR doar în acele industrii pe care le „cunosc” proprii lor specialiști. Doar într-un asemenea caz pot acești intermediari financiari evalua mai bine potențialul cunoașterii generate de către inovatori de a crea valoare pentru companii și consumatori [11].

Pe de altă parte, datorită acestei specializări, se manifestă puternic efectele de rețea, respectiv faptul că cu cât operează mai cu succes și pe o perioadă mai îndelungată într-o anumită industrie, cu atât fondurile de capital de risc vor avea un aport mai semnificativ la viitoarele companii în care vor investi. Din acest punct de vedere, aportul reprezentanților FCR constă în oferirea unui element fundamental succesului oricărei afaceri: legături de afaceri (furnizori dar mai ales clienți), conexiuni cu unii concurenți pentru a desfășura anumite activități în comun sau chiar cu companii care să cumpere la un moment dat întreaga afacere (în cazul în care inovatorul dorește acest lucru).

În aceeași măsură ca și aportul critic la activitatea operațională a companiilor în care investesc, fondurile de capital de risc furnizează întreprinzătorilor inovatori și o

remarcabilă reputație [3] (așa-zisa funcție de „certificare“ [5]). Datorită calităților lor de a selecționa cele mai promițătoare idei de afaceri (4), fondurile de capital de risc semnalizează celorlalți actori economici calitatea afacerilor în care investesc. Participarea unui fond de capital de risc recunoscut într-o anumită firmă va atrage interesul și altor deținători de capital, de la investitori privați până la alte fonduri de capital de risc sau chiar intermediari financiari tradiționali. Mulți întreprinzători au recunoscut faptul că participarea fondurilor de capital de risc în firma lor a asigurat în sine posibilitatea de a accesa surse suplimentare de finanțare, de multe ori chiar la sfatul acestora.

Nu în ultimul rând, prezența fondurilor de capital de risc are de asemenea un rol major în asigurarea succesului procesului de transformare a companiilor private în companii publice, respectiv în cadrul procesului de ofertă publică inițială (engl. „Initial Public Offering“) al companiilor tinere. Investitorii instituționali care acționează pe piețele publice de capital vor accepta mai ușor companiile în care fondurile de capital de risc sunt prezente, ca mecanism de reducere a asimetriilor informaționale.

### Concluzii

Procesul de dezvoltare a unei economii bazate pe cunoaștere poate fi pus în fața unor provocări majore în condițiile în care în economia respectivă nu există mecanisme de reducere a formidabilei

asimetrii informaționale care există între inovatori și deținătorii de capital, care generează în mod normal un „eșec“ în alocarea capitalului. În acest context, rolul jucat de către fondurile de capital de risc devine critic în măsura în care acești intermediari financiari sunt cei care și-au dezvoltat abilități de selectare a celor mai viabile proiecte. Diferitele studii empirice au demonstrat faptul că, dintre fondurile de capital de risc, valoarea adăugată cea mai ridicată este oferită tocmai de către acele fonduri care au angajați cu o redutabilă experiență operațională, respectiv cere se implică în gestiunea de zi cu zi a companiilor pe care le finanțează.

Dezvoltarea industriei capitalului de risc este astfel direct asociată cu propagarea unei economii bazate pe cunoaștere. Acest tip de intermediar financiar suplinește lacunele industriei financiare tradiționale, care atât voluntar (pentru a evita hazardul moral specific puternicei asimetrii informaționale), cât și involuntar (datorită diferitelor reglementări publice) nu a reușit să opereze în această direcție.

O astfel de concluzie este confirmată de către acțiunea decisivă a autorităților publice din diferite țări dezvoltate de a susține, printr-o paletă largă de mecanisme de politică publică, dezvoltarea unei industrii de capital de risc. Industria capitalului de risc capătă astfel un rol critic în fundamentarea politicilor economice la nivelul Uniunii Europene, care încearcă prin Agenda de la Lisabona să devină „cea mai dinamică și competitivă economie bazată pe cunoaștere“.

### Note

(1) După cum afirmă Abramowitz, M și P. David, citați în Smith, Keith - „*What is knowledge economy? Knowledge intensive industries and distributed knowledge bases*“, STEP Group, Oslo, 2000 în cadrul studiului comandat de către Comisia Europeană „Innovation Policy in a Knowledge Based Economy“: „poate caracteristica individuală cea mai relevantă pentru creșterea economică recentă a fost dependența tot mai puternică față de cunoașterea codificată ca bază pentru organizarea și desfășurarea activităților economice“

(2) A se vedea World Investment Report 2005 „*Transnational Corporations and the Internationalization of R&D*“ publicat de Conferința Națiunilor Unite pentru Comerț și Dezvoltare, Națiunile Unite, Geneva și New York, 2005. În 2002, cheltuielile pe cercetare și

dezvoltare (R&D) atingeau la nivel global suma de 676,5 miliarde USD din care cea mai mare parte era furnizată de către companiile private (449,8 miliarde USD) iar, în cadrul acestora, peste două treimi era asigurat de către cele mai mari 700 de companii transnaționale. În 2002 existau 6 companii globale în care cheltuielile cu R&D depășeau suma de 5 miliarde de dolari (Ford, Pfizer, DaimlerChrysler, Siemens, Toyota și General Motors)

(3) Steve Jobs a rămas în continuare cel mai important acționar individual al Apple Computers iar ulterior el a revenit chiar la conducerea companiei, atunci când cultura organizațională începuse să se îndepărteze de la valorile inițiale care i-au asigurat succesul

(4) Se apreciază că din 1000 de proiecte de afaceri depuse de către diferiți întreprinzători, doar 2-3 vor primi girul fondurilor de capital de risc

### **Bibliografie**

- [1] Akerlof, George [1970], The Market for „Lemons“: Quality Uncertainty and the Market Mechanisms, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3
- [2] Conner, Kathleen R. și C. K. Prahalad [1996], A Resource-Based Theory of the Firm: Knowledge versus Opportunism, *Organization Science*, Vol. 7, No. 5;
- [3] Davila, Antonio, George Foster și Mahendra Gupta [2000], Venture capital financing and the growth of start-up firms, Research Paper 1667, Graduate School of Business, Stanford University, noiembrie 2000;
- [4] de Bettignies, Jean Etienne și James Brander [2006], Financing entrepreneurship: Bank finance versus venture capital, *Journal of Business Venturing*, doi: 10.1016/jbusvent.2006.07.005;
- [5] Dennis, David [2004] Entrepreneurial finance: an overview of the issues and evidence, *Journal of Corporate Finance*, 10;
- [6] Gledson de Carvalho, Antonio, Charles W. Calomiris și Joao Amaro de Matos [2005] Venture Capital as Human Resource Management, working paper 11350, National Bureau of Economic Research;
- [7] Hellman, Thomas și Manju Puri [2004] Venture Capital and the Professionalization of Start-Up Firms: Empirical Evidence, Research Paper 1661, Graduate School of Business, Stanford University;
- [8] Keith, Smith [2000] What is knowledge economy? Knowledge intensive industries and distributed knowledge bases, STEP Group, Oslo;
- [9] Liebeskind, Julia Porter [1996], Knowledge, Strategy and the Theory of the Firm, *Strategic Management Journal*, Vol. 17;
- [10] Nelson, Richard și Sidney Winter [1982], An Evolutionary Theory of Economic Change, Harvard University Press;
- [11] Norton, Edgar și Tenenbaum, Bernard H. [1993], Specialization versus diversification as a venture capital investment strategy, *Journal of Business Venturing*, 8, pag. 431;
- [12] Sapienza, Harry [1992], When do venture capitalists add value?, *Journal of Business Venturing*, 7, pag. 9;
- [13] Schindele, Ibolya [2004], Advice and Monitoring: Venture Financing with Multiple Tasks, working paper, London School of Economics, RICAPE;
- [14] Williamson, Oliver [1975], Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications - A Study in the Economics of Internal Organization, The Free Press, New York;
- [15] Națiunile Unite [2005], World Investment Report 2005, Transnational Corporations and the Internationalization of R&D, Geneva.